

## **Laporan Penelitian**



# **Orientasi Sistem Keuangan dan Struktur Modal Perusahaan Go Publik di Indonesia**

**Oleh;**

**Niki Lukviarman  
NIP. 19630906 199001 1001**

**Fakultas Ekonomi  
Universitas Andalas  
Padang, 2012**

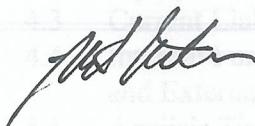


## HALAMAN PENGESAHAN

1. **Judul Kegiatan** :Orientasi Sistem Keuangan dan Struktur Modal Perusahaan Go Publik di Indonesia
2. **Bidang Ilmu** : Manajemen
3. **Peneliti**
  - a. Nama Lengkap/Gelar : Prof. DR. Niki Lukviarman, SE, MBA, Ak
  - b. Jenis kelamin : Laki – laki
  - c. NIP : 19630906 199001 1001
  - d. Pangkat Golongan : IV d
  - e. Jabatan Sekarang : Dosen
  - f. Fakultas/Jurusan : Ekonomi
  - g. Alamat Kantor : Kampus Unand Limau Manis, Padang Telp. (0751) 71088
4. **Lokasi Penelitian** : Universitas Andalas
5. **Jangka Waktu Penelitian** : 5 (lima) bulan
6. **Biaya Penelitian** : Rp 5.000.0000/Lima Juta Rupiah (sebelum pajak)

Padang, 15 Maret 2012

Peneliti,



Prof. DR. Niki Lukviarman, SE, MBA, Ak  
NIP. 19630906 199001 1001

Mengetahui  
Ketua jurusan



Dr. Harif Amali Rival, SE, Msi  
NIP. 19711022 199701 1 001

## DAFTAR ISI

	DAFTAR ISI	i
	DAFTAR TABEL	iii
	DAFTAR GRAFIK	iv
	DAFTAR LAMPIRAN	v
I	PENDAHULUAN	1
1.1	Latar Belakang	1
1.2	Perumusan Masalah	5
1.3	Tujuan Penelitian	5
1.4	Manfaat Penelitian	6
1.5	Ruang Lingkup Penelitian	6
II	KAJIAN KEPUSTAKAAN	7
2.1	Organisasi dan Pendekatan Sistem	7
2.2	Teori Struktur Modal	8
2.2.1	The Modigliani-Miller Model	8
2.2.2	Signaling Theory	10
2.2.3	Pecking Order Theory	11
2.3	Financial Cost and the Agency Theory	11
III	METODOLOGI PENELITIAN	17
3.1	Desain Penelitian	17
3.2	Populasi dan Sampel	17
3.3	Karakteristik Data Penelitian	17
3.4	Definisi Operasional Variabel Penelitian	18
3.5	Metode Analisis Data	19
3.6	Waktu Penelitian	20
IV	HASIL DAN PEMBAHASAN	21
4.1	Analisis Struktur Modal Perusahaan pada Industri Manufaktur di Indonesia	21
4.2	Equity versus Asset	22
4.3	Current Liability versus Net Profit dan Dividen	23
4.4	Internal Funding Growth, External Funding Growth (indebtness) and External Funding Growth (Issuances)	24
4.5	Analisis Time Series: Pendekatan ARIMA	26
4.5.1	Uji Stasioner Secara Individual	26
4.5.2	Uji Stasioner (Group)	27
4.6	Uji Normalitas	28
4.7	Uji Autokorelasi	29
4.8	Uji Heterokedastisitas	29
4.9	Uji Kelayakan Model: Pendekatan ARIMA	30
4.9.1	Uji Diagnosis Model	31
4.10	Analisis Hasil: Pendekatan ARIMA	33



V	PENUTUP	36
5.1	Kesimpulan	36
5.2	Saran	36
5.3	Implikasi Penelitian	37
	Kepustakaan Tahun 2002-2008	40
		27
		28
		29
		30
		32
		34



## DAFTAR TABEL

<b>Tabel 1</b>	Hasil Pengujian Stasioner Akar Unit Debt To Equity Ratio Pada Tingkat Level Tahun 2002-2008	26
<b>Tabel 2</b>	Hasil Pengujian Stasioner Akar Unit Debt To Equity Ratio Pada Tingkat First Differences Tahun 2002-2008	27
<b>Tabel 3</b>	Hasil Uji Stasioneritas Secara Group Pada Tingkat Level	28
<b>Tabel 4</b>	Hasil Uji Autokorelasi	29
<b>Tabel 5</b>	Hasil Uji Heteroskedastisitas	30
<b>Tabel 6</b>	Hasil Uji Diagnosis PACF, ACF dan Q-Static	32
<b>Tabel 7</b>	Hasil Estimasi Proyeksi Rata-Rata Pergerakan Debt To Equity Ratio tahun 2002-2008	34



## DAFTAR GRAFIK

<b>Gambar 1</b>	Komparatif Aset Terhadap Equity	22
<b>Gambar 2</b>	Komparatif Current Liability VS Net Profit dan Deviden	23
<b>Gambar 3</b>	Internal Funding Growth, External Funding Growth and External Funding Growth (Issuances)	25
<b>Gambar 4</b>	Hasil Uji Normalitas	29
<b>Gambar 5</b>	Hasi Uji Diagnosis Root Analysis	31
<b>Gambar 6</b>	Hasi Uji diagnosis Impulse Response	33
<b>Lampiran 6</b>	Hasil Uji Heteroskedastisitas	
<b>Lampiran 7</b>	Hasil Uji Diagnosis PACF, ACF dan Q-Statist	
<b>Lampiran 8</b>	Hasil Estimasi Proyeksi Rasio Rata-Rata Proyeksi Debt To Equity Ratio tahun 2007-2008	



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1** Hasil Pengujian Stasioner Akar Unit Debt To Equity Ratio Pada Tingkat Level Tahun 2002-2008
- Lampiran 2** Hasil Pengujian Stasioner Akar Unit Debt To Equity Ratio Pada Tingkat First Differences Tahun 2002-2008
- Lampiran 3** Hasil Uji Stasioneritas Secara Group Pada Tingkat Level
- Lampiran 4** Hasil Uji Normalitas
- Lampiran 5** Hasil Uji Autokorelasi
- Lampiran 6** Hasil Uji Heteroskedastisitas
- Lampiran 7** Hasil Uji Diagnosis PACF, ACF dan Q-Static
- Lampiran 8** Hasil Estimasi Proyeksi Rata-Rata Pergerakan Debt To Equity Ratio tahun 2002-2008



## BAB I

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang

Struktur modal (*capital structure*) dapat dianggap sebagai suatu pola yang menggambarkan bagaimana risiko dan pengendalian dialokasikan oleh berbagai investor suatu perusahaan (Berglof, 1990). Berdasarkan pengertian ini, maka struktur modal sebuah perusahaan tidak hanya berhubungan dan terbatas kepada komposisi atau struktur antara pembiayaan menggunakan hutang (*debts*) dengan ekuitas (*equity*) yang dimiliki oleh perusahaan. Dalam kaitan ini Berglof (1990) memberikan argumentasi bahwa keragaman dari instrumen hutang maupun ekuitas serta tingkat konsentrasi masing-masing sumber pembiayaan dimaksud, sama pentingnya dengan komposisi pengelompokan sumber pembiayaan tersebut. Masih berhubungan dengan hal tersebut homogenitas atau tingkat konsentrasi serta penyebaran berbagai pihak yang memiliki sumber pembiayaan antara hutang dan ekuitas juga menjadi penting jika dihubungkan dengan faktor risiko dan pengendalian (*risk and control*) dari investor pemilik sumber pembiayaan.

Sistem keuangan (*financial system*)<sup>1</sup> yang dianut oleh sebuah perekonomian, maka sistem dimaksud dapat dibedakan menjadi sistem keuangan yang berorientasi kepada bank (*bank-oriented*) dan berorientasi kepada pasar (*market-oriented*). Menurut Berglof (1990) dikotomi sistem keuangan dengan dua orientasi berbeda tersebut didasarkan kepada perspektif *incomplete contracting literature*<sup>2</sup>. Secara umum perbedaan keduanya terletak penggunaan sumber pembiayaan yang dominan dilakukan oleh setiap perusahaan dalam suatu sistem perekonomian. Pada sistem keuangan berorientasi perbankan, pembiayaan perusahaan lazimnya di dominasi oleh penggunaan sumber pembiayaan dari lembaga perbankan, baik institusi perbankan berbentuk bank umum komersial (*commercial banks*) maupun bankir investasi (*investment bankers*). Sementara pada sistem keuangan berorientasi kepada pasar,

<sup>1</sup> Menurut Berglof (1990; 227) *the financial system refers here to the industrial finance system, that is, the institutional arrangements designed to transform savings into investments and to allocate funds among alternative uses within the industrial sector. This allocation is handled by a set of financial markets and a set of financial institutions providing various intermediation services.*

<sup>2</sup> Berdasarkan *the incomplete contracting literature* instrumen keuangan standar, baik berupa hutang maupun ekuitas, pada kedua instrumen tersebut melekat hak terhadap pengendalian (*control rights*) maupun hak terhadap aliran pendapatan (*rights to return streams*) (lihat Berglof, 1990).



pembiayaan perusahaan didominasi oleh dana yang berasal dari pasar keuangan, terutama pasar modal (*capital market*). Pembiayaan melalui pasar modal tersebut tidak hanya berbasiskan ekuitas (*equity based*) yang diperoleh melalui penjualan berbagai bentuk saham, namun juga berupa pembiayaan dengan hutang melalui penerbitan surat hutang jangka panjang dalam bentuk obligasi perusahaan (*corporate bonds*).

Menurut Moerland (1995)<sup>3</sup> perbedaan signifikan pada pola sistem keuangan berorientasi bank versus berorientasi pasar terletak pada peranan bank umum (komersial) di dalam memberikan menyediakan pembiayaan terhadap sektor korporasi atau perusahaan. Terhadap ke dua sistem keuangan yang dikenal di dalam suatu perekonomian, baik Berglof (1990) maupun Moerland (1995) mengidentifikasi bahwa sistem keuangan berorientasi pasar lazimnya ditemukan pada berbagai negara *Anglo-saxon* (seperti; AS, Inggris, Kanada, Australia dan beberapa negara persemakmuran/*commonwealth* lainnya). Sementara sistem keuangan berorientasi perbankan (Berglof, 1990) atau jaringan/*network* (Moerland, 1995) lazimnya ditemukan pada berbagai negara Eropa daratan (*Continental European*) serta Jepang. Terlepas dari perbedaan kedua sistem keuangan tersebut, pemahaman terhadap sistem keuangan ini menurut para ahli tersebut ditujukan untuk dapat membantu mengidentifikasi dan menjelaskan perilaku perusahaan (*corporate behavior*), khususnya di dalam mencari solusi atas problem keagenan (*agency problems*) yang muncul pada setiap perusahaan di dalam lingkungan sistem keuangan yang berbeda tersebut.

Indonesia merupakan salah satu negara yang berada pada fase negara berkembang (*emerging market*). Pada mekanisme sistem keuangan yang dianut, seluruh perusahaan dengan tingkat persaingan industri yang berbeda sangat membutuhkan sistem keuangan yang mampu memenuhi kebutuhan sumber pendanaan dan pembiayaan perusahaan. Melalui pendekatan sistem keuangan, perusahaan dengan karakteristik yang berbeda memiliki preferensi atas pengelolaan struktur modal di masa akan datang. Preferensi perusahaan atas struktur modal yang akan dikelola memberikan dampak terhadap ekspektasi pencapaian sasaran perusahaan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

---

<sup>3</sup> Berbeda dengan Berglof (1990) Moerland (1995) menggunakan dikotomi dengan istilah berbeda. Untuk sistem keuangan berorientasi pasar (*market-oriented system*) kedua penulis menggunakan istilah yang sama, namun untuk sistem keuangan berorientasi perbankan (*bank-oriented system*), Moerland (1995) menggunakan istilah *network-oriented system*. Terlepas dari perbedaan penggunaan istilah terhadap orientasi sistem keuangan bukan pasar, substansi pemahaman di antara kedua penulis serupa.



Jika dilihat dari segi orientasi perusahaan terhadap sistem keuangan yang dianut di Indonesia, memperlihatkan secara mayoritas Indonesia memiliki sistem keuangan yang berorientasi pada lembaga keuangan. Kondisi ini memiliki interpretasi kemampuan dan kepercayaan perusahaan untuk menggunakan pasar modal sebagai sumber pendanaan dan pembiayaan belum secara optimal mampu memberikan kontribusi terhadap sumber pembiayaan perusahaan. Disisi lain rangsangan yang mempengaruhi orientasi perusahaan untuk menggunakan lembaga perbankan sebagai sumber pembiayaan adalah peranan pemerintah atas program pembiayaan yang dikomunikasikan melalui bank sentral Indonesia. Hal dapat dilihat dari kebijaksanaan yang ditetapkan oleh bank Indonesia terhadap bank komersil memberikan rangsangan bagi perusahaan atas produk pembiayaan yang dihasilkan cenderung menggunakan lembaga perbankan sebagai sumber pembiayaan utama bagi aktifitas perusahaan.

Pada mekanisme struktur modal yang diterapkan perusahaan, pendekatan yang digunakan untuk menggunakan sumber pembiayaan secara umum bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan *shareholders* melalui kemampuan meningkatkan nilai perusahaan atas beban biaya yang dihasilkan sumber pembiayaan yang akan diterima dimasa akan datang. Kemampuan perusahaan dalam mengelola struktur modal merupakan interpretasi kemampuan perusahaan dalam mengambil resiko atas setiap pengambilan keputusan akan penggunaan sumber pembiayaan. Resiko yang diambil perusahaan terhadap keputusan penggunaan sumber pembiayaan merupakan bentuk preferensi perusahaan dalam mempertimbangkan komposisi penggunaan hutang terhadap ekuitas dalam meningkatkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kekayaan *shareholders*<sup>4</sup> dimasa akan datang. Hal ini juga memiliki arti resiko yang dihadapi perusahaan atas keputusan menggunakan sumber pembiayaan akan mempengaruhi ekspektasi *shareholder* atas kekayaan yang akan mereka terima dimasa akan datang.

Mekanisme pengelolaan struktur modal yang diterapkan perusahaan (*go public*) dengan orientasi sistem keuangan lembaga perbankan di Indonesia secara umum memiliki interpretasi preferensi perusahaan terhadap peningkatan nilai yang lebih baik dimasa akan datang.

---

<sup>4</sup> Ross (2003) mengungkapkan hubungan struktur modal terhadap biaya modal memberikan interpretasi struktur modal akan lebih baik ketika beban biaya atas modal kerja relatif rendah, dengan harapan pencapaian atas struktur modal yang optimal dapat terlaksana dengan baik. Sedangkan jika dilihat kontribusi struktur modal atas nilai perusahaan hendaknya mampu memberikan manfaat positif terhadap para pemegang saham, dengan harapan manajemen dan para pemegang saham memiliki persepsi yang sama dalam mencapai tujuan perusahaan.



datang. Hal ini dikarenakan perusahaan (*go public*) tidak hanya menggunakan sumber pembiayaan yang berasal dari sistem lembaga keuangan yang berorientasi perbankan namun juga sistem keuangan yang berorientasi pasar. Hal ini terlihat dari secara mayoritas perusahaan (*go public*) berusaha menggunakan sistem keuangan berorientasi pasar sebagai salah satu alternatif potensial dalam memfasilitasi sumber pembiayaan struktur modal perusahaan. Melalui sistem keuangan berorientasi pasar diharapkan perusahaan (*go public*) mampu mengarahkan kemampuan perusahaan pada tingkat persaingan yang lebih baik. Dengan demikian keputusan akan penggunaan sumber pembiayaan terhadap struktur modal perusahaan memberikan ekspektasi terhadap peningkatan nilai perusahaan dan kekayaan *shareholders* yang lebih baik dimasa akan datang.

Jika dilihat kepentingan perusahaan terhadap penggunaan sumber pembiayaan, tujuan yang hendak dicapai dalam mengelola struktur modal atas peningkatan nilai perusahaan merupakan interpretasi keinginan untuk menjadikan perusahaan dengan tawaran bersaing<sup>5</sup> yang lebih baik dalam persaingan industri. Untuk dapat mencapai hal tersebut kemampuan perusahaan dalam mengelola struktur modal merupakan salah satu faktor penting yang harus dilakukan. Adapun kemampuan perusahaan dalam mengelola struktur modal memiliki interpretasi kejelian manajemen perusahaan dalam memahami karakteristik perusahaan merupakan toleransi terhadap pengambilan keputusan penggunaan sumber pembiayaan perusahaan. Dengan memahami karakteristik perusahaan, hal ini memberikan manfaat terhadap parameter penggunaan sumber pembiayaan yang lebih baik. Dengan demikian melalui parameter yang jelas, keputusan perusahaan atas penggunaan sumber pembiayaan diharapkan mampu memberikan solusi terhadap prioritas permasalahan yang akan dihadapi dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Manfaat yang dirasakan atas efektifitas penggunaan sumber pembiayaan yaitu kemampuan dalam memberikan kontribusi terhadap peningkatan nilai perusahaan dimasa akan datang. Kondisi merupakan intepretasi penting bagi manajemen memahami kemampuan perusahaan terhadap kebutuhan dana, khususnya yang berasal dari eksternal. Namun pada realitanya orientasi terhadap sistem keuangan terhadap dinamika struktur modal memberikan tantangan atas resiko yang akan dihadapi perusahaan. Resiko yang akan dihadapi perusahaan akan

---

<sup>5</sup> Ross (2003) mengungkapkan pada resiko bisnis atas ekuitas merupakan interpretasi karakteristik aktifitas operasional perusahaan, sedangkan resiko keuangan (struktur modal) atas ekuitas merupakan akibat dari kebijaksanaan yang diambil perusahaan. Hal ini mengindikasikan resiko yang dihadapi perusahaan atas keputusan pengelolaan struktur modal merupakan kemampuan manajemen perusahaan dalam melakukan estimasi atas sumber pembiayaan yang akan digunakan.



memberikan pengaruh terhadap ekspektasi *shareholders* atas kekayaan dimasa akan datang, dan tentunya akan mempengaruhi keputusan investor, para pemegang saham dan pelaku bisnis lainnya untuk kembali melakukan evaluasi atas investasi yang dilakukan. Dengan demikian orientasi atas sistem keuangan terhadap mekanisme struktur modal merupakan hal penting yang harus dikelola dengan baik oleh manajemen perusahaan dengan tujuan, nilai yang dihasilkan perusahaan mampu mempengaruhi ekspektasi para *stockholders* atas resiko yang akan dihadapi dimasa akan datang<sup>6</sup>.

Dengan demikian pemahaman hubungan antara orientasi sistem keuangan dengan struktur modal serta bagaimana keduanya berpengaruh terhadap perilaku korporasi di dalam memperoleh sumber pembiayaannya. Lebih lanjut, akan dibahas kaitan antara perilaku korporasi ini dengan problema keagenan serta berbagai alternatif yang tersedia untuk memitigasi problema tersebut sesuai dengan karakteristik sistem perekonomian yang dianut. Melalui analisis ini diharapkan dapat ditentukan berbagai mekanisme governance yang mampu menjaga keseimbangan kepentingan stakeholders, sehingga dapat mereduksi biaya keagenan (*agency costs*) yang akan muncul.

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diuraikan di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah; bagaimana orientasi sistem keuangan dan struktur modal perusahaan go publik (manufaktur) di Indonesia?

## 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui orientasi sistem keuangan dan struktur modal perusahaan go publik (manufaktur) di Indonesia, yang akan mempengaruhi perilaku korporasi di Indonesia.

---

<sup>6</sup> Ross (2003) dalam kajiannya mengungkapkan pengelolaan struktur modal merupakan hal penting yang harus dilakukan, hal ini dikarenakan pengelolaan struktur modal memberikan dampak terhadap ekspektasi *return* dan resiko yang akan diterima *stockholders* di masa akan datang.



## 1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan harapan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

- a. Untuk menambah pemahaman tentang orientasi sistem keuangan dan struktur modal secara teoritik dan mengkaji implementasinya pada perusahaan publik di Indonesia.
- b. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan sudut pandang berbeda dalam memahami kajian struktur modal, khususnya pada negara berkembang seperti Indonesia dengan menggunakan pendekatan corporate governance.
- c. Penelitian ini diharapkan mampu untuk memberikan kontribusi positif dalam memahami peranan orientasi sistem keuangan terhadap konsep struktur modal yang akan bermanfaat untuk tujuan pengajaran dan perluasan wawasan keilmuan.

## 1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian yang dilakukan dibatasi dalam hal sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang bergerak pada industri manufaktur, yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta dan/atau Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002 hingga 2009. Pembatasan terhadap sampel pada perusahaan manufaktur adalah untuk keperluan kontrol atas perbedaan karakteristik industri tersebut dengan industri lainnya. Pemilihan sampel berupa perusahaan publik didasarkan pada ketersediaan data sekunder maupun argumentasi bahwa perusahaan yang telah terdaftar di bursa efek telah memenuhi kriteria standar dan dapat diperbandingkan.



## BAB V

### PENUTUP

#### 5.1 Kesimpulan

Kemampuan perusahaan dalam melakukan evaluasi komposisi struktur modal hendaknya mampu menghasilkan sebuah pemahaman dan perspektif atas mekanisme pengelolaan sumber pendanaan dan pembiayaan yang lebih baik dimasa akan datang. kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber pendanaan hendaknya relevan terhadap kemampuan perusahaan dalam mengalokasikan sumber pendanaan mampu memberikan solusi atas permasalahan yang dihadapi perusahaan demi kelancaran proses aktifitas perusahaan.

Perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur di Indonesia sejak tahun 2002-2008 memiliki pola dan trend cenderung tidak stabil. Pergerakan pola dan trend yang terjadi pada industri manufaktur di Indonesia secara relatif merupakan interpretasi kemampuan perusahaan secara fundamental masih di pengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam melakukan estimasi akan kemampuan perusahaan dalam melakukan manajemen khususnya dalam mekanisme struktur modal perusahaan. Secara umum kondisi ini memberikan dampak terhadap kesiapan perusahaan untuk menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari eksternal khususnya melalui pasar modal.

Dengan pola dan trend struktur modal, kemampuan perusahaan dalam membangun perspektif yang sinergi antara manajemen dan pemilik hendaknya mampu menghasilkan pendekatan yang lebih relevan dan realistis atas setiap proses keputusan penggunaan sumber pendanaan atau pembiayaan yang berasal dari eksternal.

#### 5.2 Saran

Pada penelitian ini informasi yang digali masih terbatas, oleh karena itu agar dapat informasi yang lebih dalam lagi maka disarankan pada peneliti dalam melakukan kajian sejenis hendaknya dapat menggunakan parameter atau indikator lainnya dalam melakukan estimasi yang lebih dalam terhadap struktur modal perusahaan khususnya perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur di Indonesia. Disisi lain hendaknya bagi peneliti selanjutnya terus melakukan pengujian dengan pendekatan dan parameter pengukuran yang berbeda dengan



harapan mampu memberikan kontribusi positif dalam membangun perspektif lebih baik dan berbeda atas variabel yang diteliti bagi para peneliti selanjutnya.

### 5.3 Implikasi Penelitian

Pemahaman dalam melakukan proyeksi terhadap struktur modal perusahaan memberikan manfaat bagi *stakeholder* dan *shareholder* dalam memahami ekspektasi akan ketidakpastian atas resiko dan return yang akan diperoleh atas pola proses pembiayaan dalam aktifitas perusahaan. Untuk dapat meminimalisir ketidakpastian akan resiko yang dihadapi, kemampuan manajemen perusahaan dalam melakukan evaluasi terhadap komposisi struktur modal perusahaan memberikan parameter pengukuran yang lebih realistis atas setiap pengambilan keputusan penggunaan dan pengalokasian sumber pendanaan bagi aktifitas perusahaan<sup>11</sup>.

Jika dilihat melalui perspektif orientasi perusahaan terhadap komposisi struktur modal perusahaan merupakan interpretasi kompetensi perusahaan secara internal dalam mengalokasikan sumber pendanaan yang ada, memiliki implikasi terhadap kompetensi manajemen dalam melakukan evaluasi dan memfasilitasi kebutuhan aktifitas perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam melakukan evaluasi kebutuhan aktifitas perusahaan secara relatif memberikan dampak positif dalam melakukan identifikasi terhadap proses pengambilan keputusan akan prioritas kebutuhan perusahaan atas sumber pendanaan dan pembiayaan perusahaan dimasa akan datang.

Pada mekanisme evaluasi komposisi struktur modal yang diterapkan perusahaan, pendekatan yang digunakan dalam pengalokasian sumber pembiayaan secara umum memiliki implikasi terhadap kemampuan organisasi perusahaan dalam memenuhi ekspektasi *stakeholder* secara relevan terhadap ekspektasi *shareholders*. Kemampuan organisasi perusahaan dalam memenuhi ekspektasi *stakeholder* merupakan interpretasi kemampuan manajemen perusahaan secara independen memaksimalkan sumber pendanaan yang ada menjadi suatu pendekatan dalam proses keputusan alokasi sumber pendanaan dalam aktifitas perusahaan dan mampu memberikan kontribusi positif atas kompensasi yang akan diterima oleh

---

<sup>11</sup> Brigham dan Houston (1999) dalam kajian mengungkapkan prospek isyarat atau signal merupakan suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang akan memberikan petunjuk bagi para investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan di masa akan datang.



*stakeholders*. Kemampuan manajemen dalam melakukan estimasi dan evaluasi atas komposisi struktur modal perusahaan hendaknya mampu melakukan proyeksi atas resiko yang akan diterima atas rasio sumber pembiayaan yang digunakan terhadap ekuitas yang dimiliki perusahaan, dan memiliki implikasi terhadap kemampuan manajemen dalam menghadapi ketidakpastian resiko atas beban biaya yang akan diterima perusahaan atas setiap keputusan penggunaan sumber pembiayaan. Dengan demikian, hal tersebut memberikan dampak terhadap return yang akan diterima perusahaan dimasa akan datang.

Lebih lanjut, implikasi dampak kemampuan manajemen dalam proses pengalokasian sumber pendanaan memberikan *influence* terhadap preferensi *shareholders* selaku pemilik modal dalam perusahaan. Preferensi *shareholders* atas mekanisme manajemen struktur modal yang dilakukan dalam perusahaan merupakan implikasi kemampuan manajemen dalam melakukan proyeksi kebutuhan perusahaan atas sumber pendanaan hendaknya mampu memberikan keyakinan bagi *shareholder* akan keamanan dan return yang akan diterima atas investasi yang dilakukan. Kemampuan manajemen dalam menginformasikan proyeksi kompetensi struktur modal perusahaan merupakan implikasi perspektif manajemen secara independen dalam menginformasikan kompetensi perusahaan atas sumber pendanaan dan pembiayaan yang dilakukan dalam perusahaan bagi *shareholders*<sup>12</sup>. Dengan demikian semakin informatifnya manajemen atas kondisi kebijakan dan keputusan yang diambil dalam mengelola komposisi struktur modal dalam perusahaan hendaknya mampu membangun perspektif positif *shareholders* atas *value added* yang lebih baik dimasa akan datang.

Jika dilihat berdasarkan hasil proyeksi yang dilakukan pada beberapa pendekatan indikator keuangan yang dilakukan, secara relatif struktur modal perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur di Indonesia masih belum optimal dalam menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari eksternal. Belum optimalnya perusahaan dalam menggunakan sumber pendanaan dari eksternal cenderung memiliki interpretasi kesiapan perusahaan secara internal belum mampu mengestimasi resiko yang akan terjadi dan hal ini cenderung memberikan dampak terhadap orientasi perusahaan prioritas penggunaan sumber pendanaan

<sup>12</sup> Horne dan Wachowic (1998) dalam kajiannya mengungkapkan biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham. Hal ini memiliki implikasi terhadap pentingnya manajemen dan pemegang saham memiliki informasi yang bersifat simetris dan mampu memberikan kontribusi positif dalam membangun perspektif yang sama atas setiap keputusan yang diambil dalam perusahaan khususnya keputusan akan sumber pendanaan dan pembiayaan bagi perusahaan dimasa akan datang.



yang berasal dari eksternal. Dengan demikian, hal ini memiliki implikasi terhadap potensi dan orientasi keinginan perusahaan dalam mencari sumber pendanaan secara relatif menjadikan lembaga keuangan sebagai prioritas utama dalam mengatasi permasalahan sumber pendanaan atau pembiayaan bagi perusahaan dimasa akan datang.

Lebih lanjut, jika dilihat berdasarkan pola dan trend rasio *debt to equity ratio* pada perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur di Indonesia memperlihatkan rasio penggunaan hutang (*long term debt*) terhadap ekuitas cenderung memperlihatkan perubahan secara dinamis. Perubahan yang terjadi secara relatif merupakan interpretasi perilaku perusahaan atas komposisi penggunaan hutang cenderung tidak stabil dan memberikan dampak terhadap kompetensi perusahaan dalam menghasilkan laba terhadap peningkatan *value added* bagi perusahaan<sup>13</sup>. Hal ini memiliki implikasi terhadap mekanisme kemampuan perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur secara fundamental internal perusahaan masih dihadapi oleh permasalahan aktifitas pengalokasian sumber pendanaan atau pembiayaan dalam perusahaan. Relevansi lainnya, permasalahan yang sedang dihadapi perusahaan merupakan implikasi kesiapan perusahaan secara internal dalam menghadapi perubahan lingkungan eksternal yang cenderung terus mengalami perubahan secara dinamis.

Dengan demikian, hendaknya perusahaan yang bergerak pada industri manufaktur untuk dapat tumbuh dan berkembang diharapkan mampu memahami pola dan kompetensi yang dimiliki secara internal dalam mengoptimalkan alternatif keputusan akan penggunaan sumber pendanaan yang berasal dari eksternal sesuai dengan dinamika perubahan lingkungan eksternal dimasa akan datang.

---

<sup>13</sup> Pada studi yang dilakukan oleh Ovtchinnikov (2008) mengungkapkan bahwa adanya deregulasi secara signifikan mempengaruhi operasional dan keputusan hutang perusahaan. Pengalaman dari beberapa perusahaan memperlihatkan penurunan *profitability*, *tangible asset* dan signifikansi peningkatan pertumbuhan perusahaan memberikan peranan terhadap deregulasi industri. Hal ini memiliki implikasi terhadap kemampuan perusahaan dalam memproyeksikan komposisi hutang atas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan nilai tambah merupakan perspektif yang harus dibangun dalam organisasi perusahaan.



## Kepustakaan

- Anonim, (1997) E-views 6 User's Guide: Estimation, Forecasting, Statistical Analysis, Graphics, Data Management and Simulation. California: *Quantitative Micro Software*.
- Antoniou, Antonious, Guney, Yilmaz and Paudyal, Khrisna (2008) The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43/1 (March 2008), pp. 59-92.
- Bank Indonesia, Statistik Ekonomi dan Keuangan (various issues)
- Berglof, Erik (1990) Capital Structure as a Mechanism of Control: a Comparison of Financial Systems in Aoki et.al. (Eds.) *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage Publications, London
- Brigham, F. Eugene and Ehrhardt, C. Michael (2005) Financial Management Theory, 11th edition, Ohio: South Western Publishing
- Brigham, F, Eugene and Houston, F. Joel (1999) Fundamentals of Financial Management: Concise, 3rd edition, South Western Publishing, U.S.
- Glen, Jack and Singh, Ajit (2004) Comparing Capital Structures and Rates of Return in Developed and Emerging Markets, *Emerging Markets Review*, 5/2, pp. 161-192.
- Indonesian Capital Market Directory, various issues
- Jensen M. and Meckling W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Meggison, William L. (1997) *Corporate Finance Theory*, Massachusetts: Addison-Wesley.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H. (1958) The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, *the American Economic Review*, 48/3, pp. 261-297.
- Modigliani, Franco, and Miller, Merton H. (1963) The Cost of Capital, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *the American Economic Review*, 53/3, pp. 433-443.
- Moerland, Pieter W. (1995) Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 26/1, pp. 17-34
- Mudrajat, K. (2003) Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi, Erlangga; Jakarta
- Myers, S. (1984) The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39/3, pp. 575-592
- Ovtchinnikov, Alexei V. (2009) Capital Structure Decisions: Evidence from Deregulated Industries, 95/2, pp. 249-274
- Ross, Stephen A. (1977) The Determination of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8/1, pp. 23-40.



- Ross, Stephen A., Wasterfield, Randolph W. and Jordar, Bradford, D. (2009) Fundamental of Corporate Finance, alternate 9<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, US.
- Siaw, Peng Wan (1999) Corporate Finance: Capital Structure Decision, *Working Paper*, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1 – 28.
- Van Horne, C. James and Wachowicz, M. John (1998) Fundamentals of Financial Management, 11th edition, Prentice Hall Inc.
- Weston, J. Fred and Thomas E. Copeland (1996) Managerial Finance, 9th edition, Dryden Press, US.
- Weston, J. Fred and Eugene F. Brigham (1997) Managerial Finance, 7th edition, Harcourt Brace Publishing, US.
- Zonenschain, N. Claudia (1999) The Capital Structure of Brazilian Companies, the BNDES/Pnud Working Papers, Brazil.